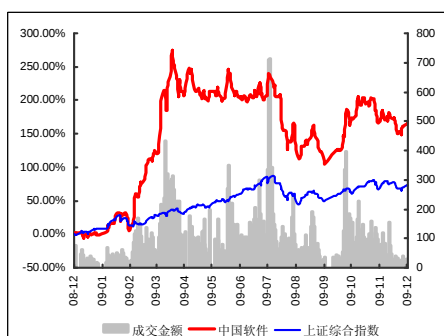


2009 年 12 月 29 日

中国软件（600536）收购长城软件事件点评

谨慎推荐

最近 52 周走势：

相关研究报告：
报告作者：

郝杰

电话：0510-82833321

Email: haoj@glsc.com.cn

独立性声明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正。结论不受任何第三方的授意、影响，特此申明。

事件：2009 年 12 月 28 日中国软件与长城科技、长城电脑、长城信息及姜波分别签署了《长城计算机软件与系统有限公司股权收购协议》，公司拟以现金收购长城科技、长城电脑、长城信息及姜波分别持有的长城软件 34.90%、34.51%、29.60%、0.99%（合计 100%）的股权，交易金额分别为 4650.16 万元、4597.05 万元、3944.12 万元、131.50 万元（合计 13,322.83 万元）。交易完成后，长城软件将成为中国软件的子公司。

投资要点：

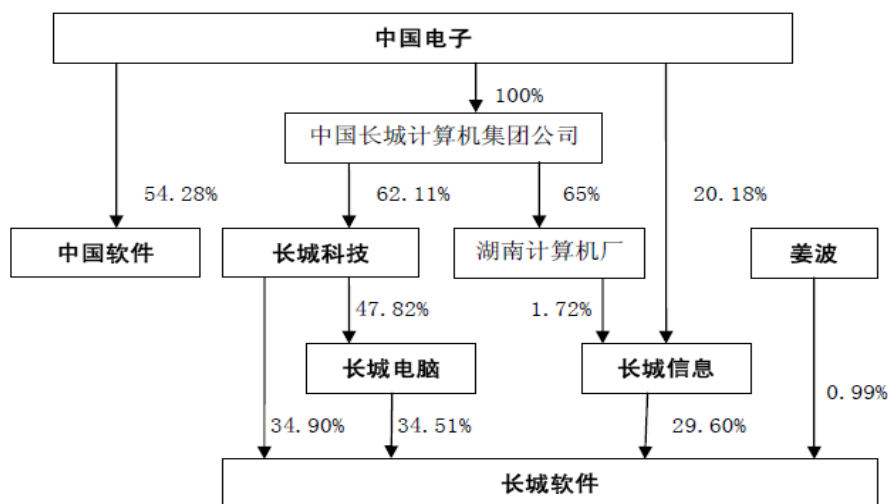
- **收购长城软件彻底解决了与长城软件之间的同业竞争问题，符合公司的长期发展需要。**收购完成后，公司能够将其在市场、技术、产品、服务、人才等多方面整合，实现优势互补，最终在外延和内生方面提高公司在此块的盈利能力。和长城软件存在同业竞争关系的子公司主要有南京中软、山东中软、河南中软、天津中软、中软创新、大连中软、杭州中软安人、中软融鑫、广州中软和中软工程。
- **同业竞争程度较低，对于公司的短期意义有限。**公司收购长城软件的影响主要还是存在于业务领域的扩展之上，对于单个业务的市场占有率的提升意义并不大。且由于长城软件本身的盈利质量并不佳，对于公司的短期业绩没有太多正面作用。
- **长城软件净利润有减亏迹象，收购之后的协同效应有望提升资产价值，亏损状况有望得到改善。**行业解决方案业务占比较高且低毛利率的特征使其主要需要依靠外延式扩张实现盈利增长。而公司此举可谓着力点恰当，对于公司盈利能力的提升起到正面效果。
- **在核高基项目审批没有明确的情况下，我们认为合理估值在 20.8-24.8 元，给予公司“谨慎推荐”评级。**

一、收购长城软件可解决同业竞争状况

2007 年，公司控股股东由中电产业变更为中国电子信息产业集团公司（中国电子）。而后中国长城计算机集团公司（长城集团）与中国电子实施合并，长城集团成为中国电子全资子公司，其所属的长城科技、长城电脑、长城信息参股的长城计算机软件与系统公司（长城软件）的软件与系统集成业务与中国软件的部分相关业务存在同业竞争关系。

长城软件是国内知名的系统集成服务商和应用解决方案供应商，成立于 1993 年，注册资本 1.67 亿元人民币。业务主要集中在应用软件、系统集成、软件服务及外包、增值服务、国家项目建设、产品分销等方面。行业应用解决方案涉及税务、工商、公安、社保、审计、统计、知识产权、教育和金融等行业，涉及的国家项目包括“金税”、“金信”、“金盾”、“金保”、“金审”、“金宏”等国家金字工程，实力雄厚。

图表 1：中国软件与长城软件所处的股权结构



数据来源：公司资料，国联证券研究所

图表 2：中国软件子公司状况

子公司	持股比例	主要业务
中软香港	100%	股权投资管理、计算机软件开发
中软投资	45%	股权投资、融资担保，发起风投基金、资产管理
中标软件	50%	系统软件的开发，linux 桌面、服务器、office 办公套件软件及其解决方案、安全增强系统中标普华 office 办公套件等
中软融鑫	65%	金融软件领域软件开发和系统集成金融监管、金融通用办公自动化、财税库行横向联网、电子政务、银行应用服务平台
广州中软	82.19%	广东电力行业的企事业单位，电力电信金融政府的系统集成和网络安全服务
中软工程	95%	政府、企业信息化建设的系统集成和相关业务
中软万维	70%	轨道交通、证券、保险、基金行业应用软件和系统集成、自动售检票系统（AFC），客户关系管理系统、办公自动化系统、企业门户系统、密

		钥管理系统。
杭州中软安人	45%	公安、工商、税务、信访、社保等领域的呼叫中心和集成，政府采购平台的研发、销售和运营工商 12315 系统、税务 12366 系统、公安 110\119\122 三合一系统，政府采购业务系统
大连中软	62%	对日外包
中软创新	72.50%	电力行业信息化建设输变电生产管理系统、输变电巡检系统、电力物资阳光采购系统、电厂 ERP、供电局用电营销系统、供电局用电客户服务中心
中软冠群	50%	提供 ERP、SCM 整体解决方案，重点在第三世界国家的政府信息化、航空信息物流管理。物流管理、统计过程和 e-office 等系列管理软件
天津中软	90%	电力行业的软件开发和技术服务，从事电力行业的数据规划、数据整合、解决方案。电力行业的一体化综合信息平台
南京中软	70%	税务、水利、公共卫生。税务综合业务平台、税务 workflow 平台、税务会计处理平台
河南中软	51%	河南地区的政府行业应用和石化项目
山东中软	65%	山东周边地区的政府和企业信息化建设

和长城软件存在同业竞争关系的子公司主要有南京中软、山东中软、河南中软、天津中软、中软创新、大连中软、杭州中软安人、中软融鑫、广州中软和中软工程。

二、同业竞争程度较低 对于公司的短期意义有限

为了尽可能规避中国软件与长城软件同业竞争情况，中国电子曾根据软件产业整体发展战略，对软件市场进行了细分，梳理和优化了业务结构，尽可能使中国软件和长城软件的业务范围有所区隔，已经较为有效地规避了同业竞争的情况。目前主要集中在个别的行业应用领域。

- 1、中国软件主营的自主基础软件开发和外包服务，长城软件基本没有，因此在该业务方面不存在同业竞争；
- 2、系统集成及行业解决方案方面。由于两家公司的主要优势业务及重点在不同的行业和领域，基本不存在同业竞争，而在个别共同涉足的领域，如税务和工商，也由于业务优势、重点产品和应用系统不同，从而各自业务的侧重点不同，所面对的客户市场有所区分，同业竞争情况也不明显；
- 3、在代理软件产品的分销方面，中国软件和长城软件分别主要分销 ORACLE 和 MICROSOFT 的软件产品，也不构成同业竞争。

由于上述原因，公司收购长城软件的影响主要还是存在于业务领域的扩展之上，对于单个业务的市场占有率的提升意义并不大。

三、收购资产业绩改善的可能性较大

图表 3: 长城软件的财务状况 (审计结果)

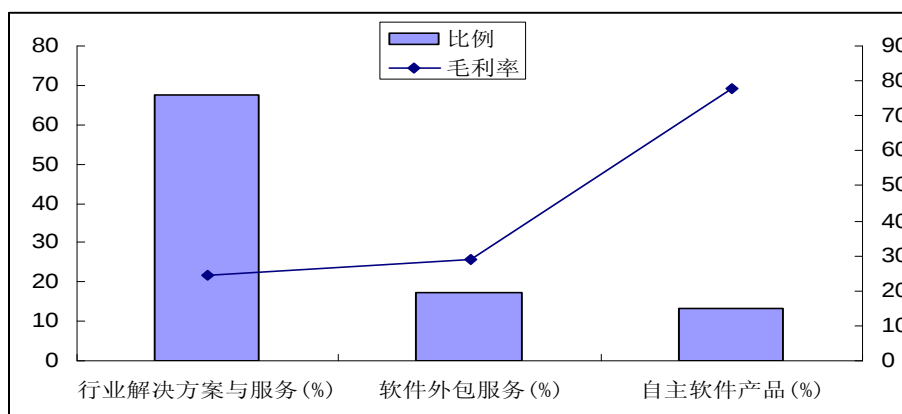
项 目	2009 年 11 月 30 日	2008 年 12 月 31 日
资产总额	348,941,071.02	408,733,650.30
负债总额	226,439,101.68	268,241,474.17
归属于母公司所有者权益合计	122,501,969.34	128,940,859.13
	2009 年 1-11 月	2008 年度
营业收入	716,389,992.97	770,470,127.30
归属于母公司所有者的净利润	-6,438,889.79	-49,852,812.57

长城软件的 09 年 1-11 月的营业收入与 08 年同比基本持平,期间亏损 644 万元,而 08 年严重亏损达 4985 万元,净利润有减亏迹象,收购之后的协同效应有望提升资产价值,亏损状况有望得到改善。但是还有最后一个月,长城软件 09 年亏损几无悬念,短期内对公司业绩没有正面带动作用。

长城软件的无形资产项变动较大,评估价值为 400 万元,增长了 154.5 倍。一方面是因为公司的软件产品的价值重估升值,另一方面也从侧面证明了收购股权对于提升中国软件公司价值的意义更大一些。

由于长城软件本身的盈利质量并不佳,对于公司的短期业绩没有太多正面作用。但是公司的行业解决方案所占比重较大为 67%,因此次收购行为在未来有望成为促进主业健康发展的动力之一。

图表 4: 中国软件各项业务的占比及毛利率水平



数据来源: 公司资料, 国联证券研究所

行业解决方案业务占比较高且低毛利率的特征使其主要需要依靠外延式扩张实现盈利增长。而公司此举可谓着力点恰当,对于公司盈利能力的提升起到正面效果。

投资策略:

通过此项交易，长城软件成为公司的子公司，彻底解决了与长城软件之间的同业竞争问题，符合公司的长期发展需要，收购完成后，公司能够将其在市场、技术、产品、服务、人才等多方面整合，实现优势互补，扩大公司业务规模，增强公司的综合实力，提高公司行业影响力。但是由于目前资产盈利能力较弱，短期效果不会非常明显。

另外，公司软件产品业务以擅长Linux操作系统和办公软件为特征，符合核高基项目的支持国产基础软件的主旨，核高基项目专项资金数额较大，如有机会可能会对于公司收益有相当的支撑力度。

根据经验，给予软件股 40 倍动态市盈率较为合理，对应合理价格在 12.4 元。但由于政策扶持等因素有可能影响到该板块的投资情绪，我们认为合理估值在 20.8-24.8 元，给予公司“谨慎推荐”评级。

图表 3：公司盈利预测（单位：百万元）

	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	2240.81	2261.26	2315.53	2593.39
年增长率	13.44%	0.91%	2.40%	12.00%
归属于母公司所有者的利润	46.61	-6.25	69.47	116.70
年增长率	-42.25%	-113.41%	1111.25%	68.00%
基本每股收益	0.29	-0.03	0.31	0.52
PE	81.17	-849.90	76.48	45.52

无锡

国联证券股份有限公司 研究所

江苏省无锡市县前东街 168 号国联大厦 7 层

电话: 0510-82833507

传真: 0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司 研究所

上海市浦东新区浦东南路 588 号浦发大厦 18 楼

电话: 021-58766036

传真: 021-58408396

深圳

国联证券股份有限公司 研究所

广东省深圳市福华一路卓越大厦 16 层

电话: 0755-82878221

传真: 0755-82878221

国联证券投资评级:

类别	级别	定义
股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 -10% ~ 10%
行业 投资评级	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

免责声明:

本报告信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价和询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国联证券所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。